

Per quanto riguarda il funzionamento dell'assetto organizzativo e la gestione finanziaria, l'analisi condotta in sede di vigilanza cartolare ha talvolta evidenziato la necessità di approfondimenti attraverso l'acquisizione di informazioni e chiarimenti ovvero di apposite relazioni valutative dei competenti organi (ciò è accaduto per tre fondi).

Per quanto riguarda in particolare la gestione finanziaria, l'utilizzo da parte di un fondo di un modello abbastanza sofisticato (mandati specialistici, compresenza di mandati con differenti stili gestionali) ha indotto la COVIP a un'attenta attività di verifica della gestione nel suo complesso: è stata individuata una non chiara ripartizione di compiti tra i diversi soggetti coinvolti nella attività di indirizzo e controllo della gestione patrimoniale (il consiglio di amministrazione e i consiglieri "delegati", il direttore generale, l'*advisor*, i gestori, la banca depositaria). Gli approfondimenti di vigilanza cartolare, condotti anche attraverso incontri con gli esponenti del fondo, hanno messo in luce il contrasto tra il desiderio di esplorare forme di investimento complesse (talvolta suggerite dai gestori e avallate dagli *advisor*) e la struttura organizzativa chiamata a controllarne l'attuazione, non adeguata a svolgere i compiti richiesti.

In altri quattro casi, nel 2010 è stato ritenuto opportuno l'avvio di verifiche ispettive. Si è trattato di accertamenti mirati rivolti in particolare, a seconda del fondo considerato, all'esame del modello adottato per il controllo della gestione finanziaria, all'approfondimento dei profili organizzativi nei rapporti con gli aderenti, all'analisi dell'organizzazione delineata per assicurare il rispetto delle disposizioni normative e regolamentari.

In un'occasione la verifica ispettiva si è resa necessaria dopo aver rilevato, quale elemento di disfunzione da approfondire *in loco*, la ripetuta erronea compilazione del documento di politica di investimento da trasmettere alla COVIP. L'ispezione ha evidenziato l'assenza di un'attività, interna al fondo, di rielaborazione e analisi della complessiva documentazione predisposta dal soggetto esterno incaricato del controllo finanziario. A conclusione degli accertamenti è stato richiesto al fondo di adottare procedure operative atte ad assicurare il coordinamento e il monitoraggio delle attività concernenti le funzioni esternalizzate, con particolare riferimento alla gestione finanziaria.

A volte, la verifica *in loco* ha avuto come obiettivo quello di accertare le iniziative realizzate a seguito di richieste di intervento formulate dalla Commissione in relazione ai profili di criticità rilevati. Ciò è avvenuto in un caso in cui la vigilanza cartolare aveva evidenziato che le deludenti *performance* registrate in un comparto erano collegabili a una situazione di concentrazione del rischio in titoli del settore finanziario, non prontamente rilevata dal sistema dei controlli della gestione finanziaria. Il fondo, anche a seguito della lunga interlocuzione con la COVIP, decideva di avviare una serie di iniziative per evitare il ripetersi di simili disfunzioni (fusione tra comparti, rivisitazione del modello organizzativo adottato per controllare la gestione finanziaria). Si è quindi successivamente provveduto a verificare *in loco* che tali iniziative fossero state poste in essere.

A seguito di precedenti verifiche ispettive, i fondi interessati nel corso dell'anno hanno provveduto a fornire informazioni sulle iniziative intraprese o da intraprendere per rispondere alle richieste della Commissione.

Con riguardo alle segnalazioni pervenute dalla banca depositaria e dai fondi sulle anomalie riscontrate relativamente al superamento dei limiti di investimento, è emerso che nella quasi totalità dei casi sono imputabili a sfasature nei tempi di regolamento delle operazioni; le segnalazioni di errata valorizzazione del patrimonio dei singoli comparti non hanno evidenziato conseguenze sulla posizione individuale degli aderenti.

Altre comunicazioni riguardano prevalentemente la negoziazione di strumenti finanziari di società appartenenti al gruppo del gestore (72 per cento delle segnalazioni pervenute) e, in misura minore, di strumenti finanziari della banca depositaria e dei datori di lavoro.

Sono 30 gli esposti pervenuti alla COVIP nel corso dell'anno e relativi a presunte irregolarità o anomalie nella gestione del fondo e nei rapporti con gli iscritti.

Il maggior numero delle segnalazioni ha riguardato anomalie nei versamenti contributivi, quali ritardi, difficoltà di riconciliazione, omissioni contributive (11 casi), ovvero irregolarità amministrative nel soddisfacimento di richieste di riscatto e nel trasferimento della posizione individuale o nella liquidazione delle prestazioni (16 casi). Ciò è risultato prevalentemente dovuto a difficoltà operative nei rapporti con gli altri soggetti coinvolti nel procedimento, quali, ad esempio, il datore di lavoro tenuto alla contribuzione o il fondo verso il quale deve essere trasferita la posizione individuale maturata. Sono state inoltre segnalate presunte violazioni degli obblighi di informativa e di trasparenza posti dalle vigenti disposizioni normative a tutela degli iscritti (due casi); un esposto ha riguardato l'applicazione di disposizioni statutarie. I chiarimenti al riguardo forniti agli esponenti sono risultati per lo più soddisfacenti e tempestivi.

Nel corso dell'anno sono stati avviati due procedimenti sanzionatori nei confronti dei componenti degli organi di amministrazione e controllo, nonché del responsabile, di altrettanti fondi negoziali. Un altro procedimento, iniziato nel 2009, si è concluso con l'irrogazione di sanzioni amministrative nei confronti dei destinatari delle contestazioni.

* * *

I fondi pensione negoziali per lo svolgimento della loro attività sostengono oneri di natura amministrativa relativi alla sede e al personale, ai compensi per gli organi statutari, agli oneri per i servizi amministrativi acquistati da terzi, nonché spese di natura finanziaria per la gestione delle risorse e per il servizio di banca depositaria.

Tav. 4.10

Fondi pensione negoziali. Oneri di gestione.⁽¹⁾*(importi in milioni di euro; valori percentuali sul patrimonio a fine esercizio)*

	2009		2010	
	Importi	%	Importi	%
Spese	76	0,40	81	0,36
gestione amministrativa	42	0,22	41	0,18
oneri per i servizi amministrativi acquistati da terzi	15	0,08	14	0,06
spese generali	18	0,09	17	0,08
spese per il personale	8	0,04	9	0,04
oneri diversi ⁽²⁾	1	0,01	..	..
gestione finanziaria	34	0,18	40	0,18
commissioni di gestione	29	0,16	35	0,16
commissioni per banca depositaria	5	0,02	5	0,02

(1) Si riferiscono ai fondi pensione negoziali che alla fine dei periodi considerati avevano conferito le risorse in gestione finanziaria.

(2) Comprendono gli ammortamenti.

Nel 2010 i costi complessivamente sostenuti dai fondi pensione negoziali ammontano a circa 81 milioni di euro (rispetto ai 76 dell'anno precedente): 40 milioni sono relativi alla gestione finanziaria (6 milioni in più rispetto al 2009) e 41 alla gestione amministrativa (un milione in meno rispetto all'anno precedente).

L'incidenza degli oneri totali sul patrimonio continua a diminuire attestandosi a fine 2010 a un livello pari allo 0,36 per cento (0,40 per cento nel 2009).

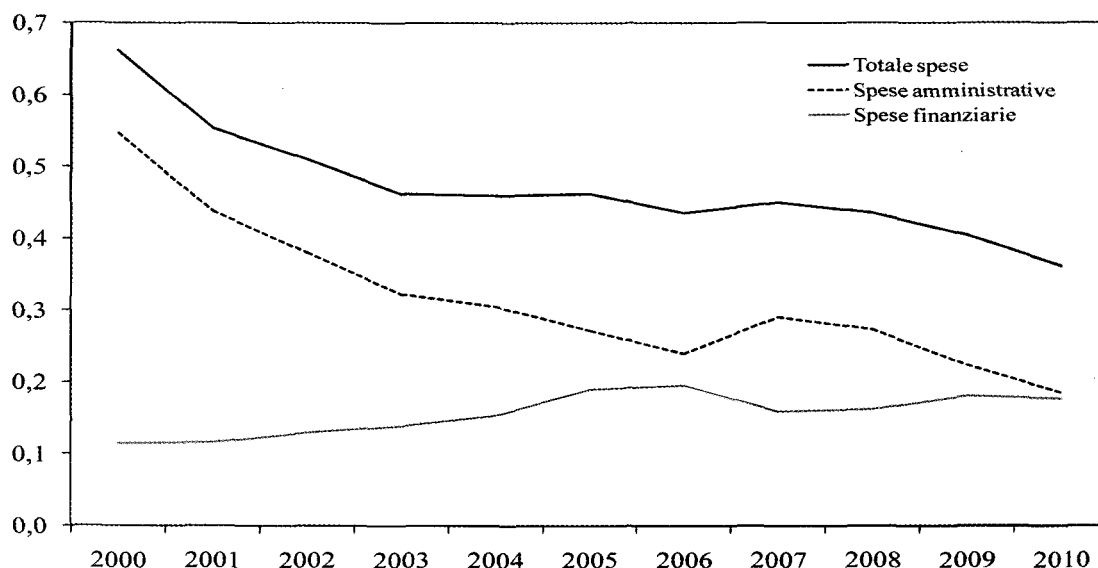
La riduzione si giustifica per effetto delle economie di scala che si generano sul versante delle spese amministrative⁴⁶; queste ultime, infatti, rappresentate da oneri fissi o, nel caso di una delle voci più rilevanti (spese per i servizi amministrativi), da oneri proporzionali al numero di iscritti, tendono a rimanere stabili in valore assoluto ma decrescono in rapporto al patrimonio (0,18 per cento rispetto allo 0,22 per cento del 2009). La spesa amministrativa *pro-capite* è di 20 euro, analoga all'anno precedente.

⁴⁶ Il finanziamento delle spese amministrative avviene attraverso l'imputazione a carico degli aderenti (lavoratori e datori di lavoro tenuti alla contribuzione) di una quota parte della contribuzione il cui ammontare viene fissato dall'organo di amministrazione del fondo sulla base di apposite previsioni di spesa. Anche le quote di iscrizione *una tantum*, versate dal lavoratore e/o dall'azienda all'atto dell'adesione, contribuiscono al finanziamento di tali spese. Talvolta al finanziamento delle spese concorrono anche le quote che alcuni fondi addebitano ai lavoratori per l'esercizio di prerogative individuali (trasferimento, *switch*, riscatto, anticipazione), nonché gli importi che le fonti istitutive di alcune forme pensionistiche hanno previsto che debbano essere versate, a titolo di avviamento, dai datori di lavoro tenuti alla contribuzione.

Tav. 4.11

Fondi pensione negoziali. Incidenza delle spese sul patrimonio negli anni 2000-2010.

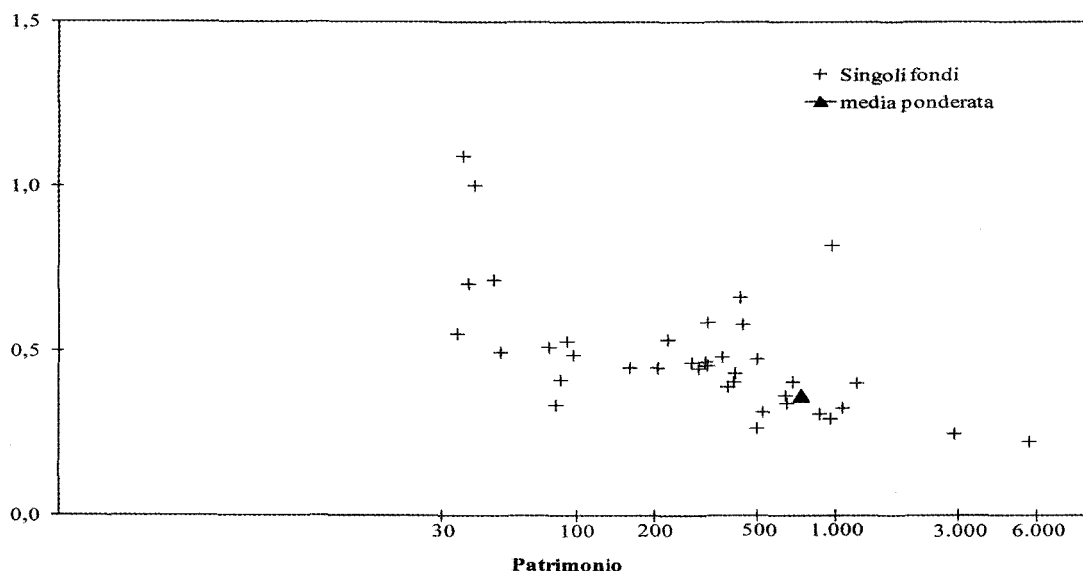
(valori percentuali)



L'incidenza sul patrimonio delle spese finanziarie rimane intorno allo 0,18 per cento⁴⁷, come nell'anno precedente. Non sono inclusi in questo ultimo aggregato, pur essendo strettamente legati all'operatività finanziaria, i costi di transazione (le commissioni di negoziazione e il differenziale denaro/lettera) che discendono dall'attività di acquisto e vendita degli strumenti finanziari. Tali oneri, per i quali non sempre è prevista una autonoma rilevazione contabile (essi vengono inclusi indirettamente sul valore dei titoli oggetto di transazione, aumentandone/diminuendone il valore in fase di acquisto/vendita) influiscono negativamente sulla redditività del fondo/comparto in proporzione alla movimentazione del portafoglio. L'incidenza di quella parte di costi di transazione che si prestano a una autonoma rilevazione (tipicamente le commissioni di negoziazione legate all'operatività in azioni) nel 2010 si aggira intorno allo 0,07 per cento del patrimonio medio annuo gestito. Tale incidenza è destinata ad aumentare notevolmente se si considerassero nel calcolo anche quei costi di transazione di più difficile rilevazione (tipicamente quelli relativi all'attività di acquisto e vendita di titoli obbligazionari).

⁴⁷ La remunerazione dei gestori finanziari e della banca depositaria prevede una componente fissa ed una variabile. Con riferimento ai gestori finanziari, la componente fissa è commisurata al patrimonio gestito e varia al variare della tipologia di mandato/comparto (i mandati/comparti a più elevato contenuto azionario prevedono livelli commissionali più elevati), mentre la componente variabile è data dalla eventuale provvigione corrisposta al gestore nei casi di *overperformance* rispetto al *benchmark*. Per ciò che concerne la remunerazione della banca depositaria, accanto alla componente fissa stabilita contrattualmente in percentuale sul patrimonio in custodia, sono previste alcune commissioni variabili legate al numero di operazioni regolate.

Tav. 4.12

Fondi pensione negoziali. Incidenza delle spese sul patrimonio per singolo fondo.*(anno 2010; valori percentuali; scala logaritmica per l'ascissa; patrimonio in milioni di euro)*

La Tavola 4.12 mostra per ciascun fondo pensione l'incidenza delle spese complessive sul patrimonio in gestione finanziaria. Come già evidenziato nelle precedenti relazioni annuali è agevole notare l'effetto delle richiamate economie di scala: all'aumentare delle masse gestite si riduce l'incidenza delle spese totali sul patrimonio.

4.3 Gli investimenti

La composizione del patrimonio dei fondi pensione negoziali rimane caratterizzata da una notevole presenza di titoli di debito (in media pari al 69,5 per cento); la lieve diminuzione rispetto al 2009 (2 per cento) è da attribuire alla riduzione dell'incidenza della componente *corporate* (che passa dal 10,9 per cento all'8,7). La durata media finanziaria dei titoli di debito, pari a 3,5 anni, è rimasta pressoché invariata rispetto all'anno precedente. I depositi si attestano intorno al 4,4 per cento (3,8 per cento nel 2009). Aumenta l'incidenza delle quote di OICR (7,7 per cento, 2,9 punti in più rispetto a fine 2009) per effetto della scelta di LABORFONDS di utilizzare prevalentemente questa tipologia di strumento finanziario per la gestione di gran parte del patrimonio.

Tav. 4.13

Fondi pensione negoziali. Composizione delle risorse in gestione.*(dati di fine anno; valori percentuali)*

	2009						2010
	Totale	Tipologia di comparto					Totale
		Garantito	Obblig. puro	Obblig. misto	Bilanciato	Azionario	
Depositi	3,8	3,1	1,1	3,8	5,2	13,9	4,4
Titoli di Stato	60,9	87,4	88,9	62,7	49,7	27,6	60,8
Altri titoli di debito	10,9	5,4	6,4	12,2	7,5	4,8	8,7
Titoli di capitale	18,3	0,9	-	15,1	24,8	46,7	17,4
OICR	4,8	2,3	0,8	5,4	12,0	6,6	7,7
Altre attività e passività	1,3	1,0	2,9	0,9	0,9	0,4	1,0
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Al fine di apprezzare l'effettiva esposizione in titoli azionari dei fondi pensione negoziali e di poterla confrontare con la quota che, a livello di *asset allocation* strategica, gli organi di amministrazione dei fondi hanno dedicato a tale tipologia di investimenti si è proceduto a sommare, all'investimento diretto in titoli di capitale, quelli effettuati tramite OICR e strumenti finanziari derivati.

Tav. 4.14

Fondi pensione negoziali. Esposizione effettiva in titoli di capitale.*(dati di fine anno; valori percentuali)*

	2009						2010
	Totale	Tipologia di comparto					Totale
		Garantito	Obblig. puro	Obblig. misto	Bilanciato	Azionario	
Investimenti diretti	18,3	0,9	-	15,1	24,8	46,7	17,4
Investimenti indiretti	6,8	2,2	-	6,4	9,5	12,4	7,0
tramite OICR	3,9	2,2	-	4,8	6,4	5,5	4,9
tramite derivati	2,9	-	-	1,6	3,1	6,9	2,1
Totale	25,1	3,0	-	21,4	34,3	59,1	24,4
<i>Per memoria:</i>							
Esposizione da <i>benchmark</i>	24,6	4,4	-	20,4	33,0	64,8	23,8

Nell'insieme, l'esposizione effettiva in titoli rappresentativi del capitale di rischio è pari al 24,4 per cento, in leggera diminuzione rispetto al livello assunto l'anno precedente (25,1 per cento). La ragione prevalente della riduzione risiede nella diminuzione del peso delle azioni che si è registrata nel *benchmark* del settore (da 24,6 per cento del 2009 al 23,8); ciò è spiegato dalla minore presenza di titoli di capitale nel *benchmark* del comparto Reddito di COMETA (il più grande del settore in termini di iscritti e ANDP) che, in attesa di una ristrutturazione programmata della complessiva

asset allocation strategica, passa da una quota azionaria del 20 per cento ad un livello del 15 per cento.

I risultati dell'analisi degli investimenti dei fondi in base all'area geografica o paese di residenza degli emittenti non si discostano molto da quelli dell'anno precedente: l'84,4 per cento del patrimonio è rappresentato da titoli di emittenti residenti in paesi dell'UE (2,5 punti in meno rispetto a fine 2009). La restante parte è impiegata in titoli di emittenti statunitensi (9,7 per cento, circa l'un per cento in più rispetto al 2009) e di altri paesi OCSE (5,6 per cento, 1,6 punti in più rispetto a fine 2009). Rimane trascurabile, anche alla fine del 2010, la quota di risorse allocate in titoli di paesi diversi da quelli aderenti all'OCSE (0,3 per cento).

Anche focalizzando l'attenzione sull'allocazione geografica delle risorse in relazione alle due singole tipologie di strumenti finanziari prevalenti, titoli di debito e di capitale, non si osservano cambiamenti significativi.

Con riferimento ai titoli di debito, la presenza di investimenti in paesi dell'UE rimane maggioritaria (15 miliardi di euro, pari al 95 per cento del totale investito in titoli obbligazionari, in linea con il dato della fine del 2009); si tratta prevalentemente di titoli di Stati appartenenti all'area dell'euro (14,5 miliardi di euro), nell'ambito dei quali continua ad aumentare l'incidenza della quota investita in titoli del debito pubblico del nostro Paese (7,7 miliardi di euro, pari al 47,4 per cento del totale investito in titoli di debito, rispetto al 43,5 per cento di fine 2009). Gli investimenti in titoli del debito pubblico dell'Irlanda, del Portogallo e della Grecia, di entità trascurabile (meno di mezzo punto percentuale) sono fortemente diminuiti rispetto a fine 2009 (2,6 per cento).

Con riferimento ai titoli di capitale, nell'ambito dei quali si osserva una maggiore diversificazione in relazione al paese di residenza dell'emittente, l'area geografica prevalente rimane l'UE (58 per cento sul totale investito in azioni) sebbene in calo rispetto a fine 2009 (64 per cento). In tale ambito continua a diminuire il peso delle azioni emesse da imprese residenti in Italia (180 milioni di euro, 90 in meno rispetto a fine 2009) che corrisponde al 3,6 per cento del totale investito in titoli di capitale (rispetto al 6,4 per cento di fine 2009); diminuisce anche la quota relativa agli altri paesi dell'area dell'euro (40,2 per cento, 6,2 punti in meno rispetto al 2009) mentre aumenta quella relativa ai titoli di capitale emessi da soggetti UE non appartenenti all'area dell'euro (14,2 per cento, 2,6 punti in più rispetto al 2009). Per quanto riguarda gli investimenti al di fuori dell'UE aumenta in maniera considerevole il peso del Giappone (5,8 per cento, dal 3,5 per cento del 2009).

Il 18,4 per cento delle risorse è impiegato in attività denominate in valute diverse dall'euro (16,9 per cento a fine 2009). L'esposizione in valuta si attesta al 9 per cento se si considerano le attività di copertura poste in essere dai gestori (era il 6,7 a fine 2009).

Tav. 4.15

Fondi pensione negoziali. Composizione del portafoglio titoli per area geografica.⁽¹⁾*(dati di fine anno; valori percentuali)*

	2009						2010
	Totale	Tipologia di comparto					Totale
		Garantito	Obblig. puro	Obblig. misto	Bilanciato	Azionario	
Titoli di debito	76,6	96,8	100,0	79,2	66,8	39,1	76,4
Italia	33,3	79,2	89,9	25,4	25,6	19,4	36,2
Altri Paesi dell'area Euro	36,1	16,8	7,4	38,1	36,1	16,7	32,1
Altri Paesi dell'UE	2,4	0,6	0,9	4,1	1,7	0,9	2,3
Stati Uniti	3,2	0,2	1,3	6,7	2,3	1,7	3,5
Giappone	0,8	..	..	3,4	0,4	-	1,4
Altri Paesi aderenti OCSE	0,7	0,1	0,5	1,4	0,6	0,4	0,8
Paesi non aderenti OCSE	..	..	..	..	0,2	..	0,1
Titoli di capitale	23,4	3,2	-	20,8	33,2	60,9	23,6
Italia	1,5	0,1	-	0,8	1,2	2,1	0,9
Altri Paesi dell'area Euro	10,8	2,1	-	8,4	13,1	25,8	9,5
Altri Paesi dell'UE	2,7	0,2	-	3,3	4,65	8,6	3,4
Stati Uniti	5,7	0,5	-	5,3	8,8	16,8	6,2
Giappone	0,8	..	-	0,9	2,2	2,4	1,3
Altri Paesi aderenti OCSE	1,7	0,3	-	1,8	3,1	4,8	2,1
Paesi non aderenti OCSE	0,2	..	-	0,3	0,3	0,3	0,2
Totale portafoglio titoli	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Per l'allocazione geografica si fa riferimento al Paese di residenza degli emittenti. La tavola comprende sia i titoli detenuti direttamente sia quelli detenuti per il tramite degli OICR (cosiddetto principio del *look through*).

* * *

L'offerta dei fondi negoziali comprende 119 comparti così distribuiti: 38 garantiti, 5 obbligazionari puri, 25 obbligazionari misti, 42 bilanciati e 9 azionari.

Un unico fondo è monocomparto (AGRIFONDO); i comparti di investimento offerti dagli altri fondi variano da due e cinque; rispetto all'anno precedente MEDIAFOND e FONDOSANITÀ hanno aggiunto un ulteriore comparto a quelli esistenti.

Nel corso del 2010 alcuni fondi di grandi dimensioni (COMETA, FONDENERGIA e LABORFONDS), in occasione della scadenza delle convenzioni di gestione, hanno modificato l'articolazione dei mandati.

In tutti e tre i casi la principale novità è rappresentata dall'inserimento, accanto ai gestori "tradizionali" (affidatari della classica attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari), di un intermediario "specializzato" nell'attività di gestione del rischio (azionario, valutario e di tasso di interesse) relativo all'intero portafoglio, prevalentemente con finalità di copertura. Si tratta di una modalità gestionale già operativa nei fondi EUROFER e FONDOPOSTE con riguardo al solo aspetto valutario

(cosiddetto *Currency Overlay Management*). In questo schema ai gestori tradizionali viene sottratta, rispetto al modello classico di gestione, la facoltà di effettuare le scelte tattiche rispetto al *benchmark* (cosiddetto sovra o sottopeso) sulle aree di rischio affidate al gestore specializzato. Per la copertura dal rischio il gestore specializzato utilizza strumenti finanziari derivati e contratti a termine (*forward*) su valute.

Nel caso di FONDENERGIA, il gestore specializzato (chiamato *Risk Overlay Manager*) ha il compito di controllare e gestire il rischio derivante dall'esposizione azionaria e da quella in valuta, con compiti soltanto di copertura (può solo ridurre l'esposizione, non aumentarla).

Nel caso di LABORFONDS l'intermediario incaricato di gestire il rischio ha un duplice compito: da un lato opera come gestore tradizionale (di tipo attivo) per una quota pari al 40 per cento del comparto e, dall'altro, agisce come gestore del rischio (valutario, azionario e di tasso di interesse) anche per ciò che riguarda la restante parte del patrimonio (affidata ad un gestore passivo che investe esclusivamente in OICR che replicano il *benchmark*). Per la modifica della durata finanziaria media dei titoli di debito, il gestore del rischio interviene sulla porzione di portafoglio affidata al gestore passivo attraverso l'indicazione a quest'ultimo, per il tramite del fondo, della configurazione di *benchmark* ritenuta di volta in volta preferibile (sulla base di un ventaglio di opzioni definito a monte dal fondo).

COMETA, infine, ha adottato il *Currency Overlay Management*: a differenza di EUROFER e FONDOPOSTE, in questo caso il gestore del rischio valutario opera solo sulla porzione di patrimonio affidata ai gestori passivi e non ha discrezionalità nel decidere se effettuare o meno la copertura, bensì l'obbligo.

Sino ad oggi le prime esperienze in materia di gestione accentrata del rischio, sebbene osservabili soltanto con riferimento alla componente valutaria, non hanno prodotto risultati soddisfacenti dal punto di vista dei rendimenti realizzati.

COMETA ha modificato in maniera sostanziale anche la configurazione del comparto garantito destinatario del TFR tacito (denominato Sicurezza). Nel corso del 2010, infatti, in occasione della scadenza delle precedenti convenzioni sono stati attivati nuovi mandati che presentano novità sostanziali. E' stato previsto un rendimento minimo anche per gli eventi previsti per legge cui ne sono stati aggiunti altri (le precedenti convenzioni prevedevano il rendimento minimo solo alla scadenza della convenzione mentre per gli eventi era prevista la sola restituzione del capitale); il tasso di rendimento minimo non è più espresso in cifra fissa (pari al 2,5 per cento nelle precedenti convenzioni) ma è agganciato al tasso massimo garantibile determinato dall'ISVAP; oltre agli eventi previsti per legge (pensionamento, invalidità, decesso, disoccupazione superiore a 48 mesi, scadenza della convenzione) sono stati aggiunti gli eventi "anticipazioni per spese sanitarie" (rendimento minimo garantito) e il "riscatto e trasferimento per perdita dei requisiti" (ad esempio cambio di lavoro) dopo tre anni di permanenza nel comparto Sicurezza (solo restituzione del capitale); è stata allungata la durata della convenzioni (decennale e non più quinquennale).

* * *

Alla fine del 2010 le risorse dei 38 fondi erano affidate in gestione a 38 intermediari sulla base di 235 convenzioni di gestione (2 in più rispetto al 2009). A queste convenzioni per la gestione delle risorse di tipo “tradizionale” (acquisto e vendita di strumenti finanziari) si aggiungono 6 convenzioni per la gestione del rischio (di cui 4 riguardano soltanto l’aspetto valutario).

Il cambiamento di gestori, che ha interessato i fondi richiamati (COMETA, FONDENERGIA e LABORFONDS), ha mutato considerevolmente la ripartizione del mercato tra le varie tipologie di intermediari: è notevolmente cresciuta la quota di patrimonio gestito dalle imprese di investimento comunitarie (da 21,3 a 34,5 per cento) a svantaggio delle imprese di diritto italiano. In particolare diminuisce la quota delle assicurazioni (20,7 per cento, 6,7 punti in meno) e delle SGR (40,3 per cento, 6 punti in meno); rimane stazionaria la quota delle banche (3,5 per cento); registra una leggera flessione quella delle SIM (1 per cento, mezzo punto in meno).

Complessivamente, la presenza di intermediari esteri sul mercato dei fondi pensione negoziali raggiunge il 46,4 per cento (43 per cento nel 2009) se si considerano nel computo anche le risorse affidate a soggetti giuridici di diritto italiano ma appartenenti a gruppi stranieri.

Le 6 convenzioni per la gestione del rischio sono affidate a 3 intermediari, di cui uno di diritto italiano.

Tav. 4.16

Fondi pensione negoziali. Risorse in gestione per tipologia di intermediario.⁽¹⁾*(dati di fine anno; importi in milioni di euro)*

Tipologia di intermediario	Num. intermediari		Num. convenzioni		Risorse in gestione			
	2009	2010	2009	2010	2009		2010	
					Importo	%	Importo	%
Imprese italiane								
Assicurazioni	8	7	60	56	5.157	27,4	4.631	20,7
SGR	17	12	114	112	8.703	46,3	8.991	40,3
SIM	2	2	4	3	278	1,5	227	1,0
Banche	1	1	9	8	663	3,5	770	3,5
Totale	28	22	187	179	14.802	78,7	14.619	65,5
Imprese di altri Paesi UE	13	16	46	56	4.010	21,3	7.702	34,5
Totale	41	38	233	235	18.812	100,0	22.321	100,0

(1) Si fa riferimento ai mandati relativi alla gestione degli investimenti in titoli; non si tiene conto dei mandati per la gestione del rischio, operativi alla fine dei singoli anni. Non si tiene conto del mandato relativo al comparto garantito di FONDOSANITÀ non ancora operativo alla fine del 2010.

Aumenta lievemente il grado di concentrazione del mercato: ai primi 5 gestori è affidato il 47 per cento delle risorse (45 per cento a fine 2009); le due quote di mercato

più rilevanti rimangono appannaggio di due imprese di diritto italiano (rispettivamente una SGR e una società di assicurazioni).

Tav. 4.17

Fondi pensione negoziali. Risorse in gestione e commissioni per tipologia di mandato.⁽¹⁾
(dati di fine 2010; importi in milioni di euro)

Tipologia di mandato	Convenzioni	Risorse in gestione		Commissioni di gestione ⁽²⁾
	Numero	Importi	%	%
Garantito	40	2.683	12,0	0,24
Obbligazionario puro	33	5.435	24,3	0,07
Obbligazionario misto	52	5.123	23,0	0,11
Bilanciato	77	6.326	28,3	0,13
Azionario	33	2.754	12,3	0,13
Totale	235	22.321	100,0	0,13

(1) Si fa riferimento ai mandati relativi alla gestione degli investimenti in titoli; non si tiene conto dei mandati per la gestione del rischio, operativi a fine 2010. Non si tiene altresì conto del mandato relativo al comparto garantito di FONDOSANITÀ non ancora operativo alla fine del 2010.

(2) Si tratta della media delle commissioni di base stabilite nelle singole convenzioni di gestione afferenti a ciascuna tipologia di mandato, ponderata con le rispettive risorse. La commissione di base, espressa su base annua, viene applicata al patrimonio medio gestito.

Per effetto delle variazioni effettuate dai fondi cui si è accennato (COMETA, FONDENERGIA e LABORFONDS) si determina una variazione significativa nella distribuzione delle quote di mercato tra le differenti tipologie di mandato. Diminuiscono gli obbligazionari misti (23 per cento, 12,7 punti in meno rispetto al 2009) e aumentano gli obbligazionari puri (24,3 per cento rispetto al 17,8 per cento del 2009) e i bilanciati (28,3 per cento, 8 punti in più). Rimangono stabili i mandati garantiti (12 per cento, rispetto all'11,2 per cento di fine 2009) che si avvicinano alla quota di patrimonio gestita dai mandati azionari, in lieve diminuzione rispetto al 2009 (12,3 per cento, 2,7 punti in meno).

Pressoché invariata rispetto all'anno precedente la situazione delle deleghe di gestione: 70 convenzioni (68 nel 2009) prevedono l'affidamento della gestione delle risorse a soggetti terzi.

Nella maggior parte dei casi (56) si tratta di deleghe totali nell'ambito di rapporti di gruppo (in un solo caso la delega totale è pattuita tra soggetti non appartenenti al medesimo gruppo societario). In altri casi, tutti relativi al medesimo intermediario, la delega di gestione è parziale (riguarda solo specifiche *asset class* residuali rispetto alle linee di indirizzo del mandato) ed è conferita a un intermediario non appartenente al gruppo del gestore delegante.

Il testo della convenzione riporta l'oggetto della delega, il possesso in capo al delegato dei requisiti fissati dalla legge per la gestione delle risorse dei fondi pensione e

la previsione secondo la quale permane in capo al delegante ogni obbligo e responsabilità che discende dalla convenzione stipulata con il fondo.

Per quanto riguarda il compenso ai gestori, il livello medio delle commissioni di base pattuite nelle convenzioni di gestione rimane stabile (0,13 per cento).

Rispetto al 2009 aumenta (circa 3 *basis point*) l'onerosità media dei mandati con garanzia (0,24 per cento) per effetto della rivisitazione delle convenzioni di gestione del comparto Sicurezza di COMETA (il comparto garantito di maggiori dimensioni del settore), che prevedono maggiori livelli commissionali a fronte delle richiamate innovazioni introdotte dal punto di vista della garanzia offerta.

L'onerosità dei mandati senza garanzia rimane pressoché stabile: i livelli medi annui variano dallo 0,07 per cento per i mandati obbligazionari puri, allo 0,11 per cento per gli obbligazionari misti e allo 0,13 per cento per i mandati bilanciati e azionari.

* * *

Nel 2010 il rendimento medio aggregato è stato pari al 3 per cento; il TFR si è rivalutato del 2,6 per cento. I rendimenti positivi realizzati in gran parte dei mercati azionari (specie quelli al di fuori dell'area dell'euro) hanno più che compensato le turbolenze che si sono registrate sul mercato dei titoli di debito. I rendimenti sono molto più elevati nell'ambito delle tipologie di comparto caratterizzate da una maggiore esposizione verso i titoli di capitale (quali gli azionari che hanno reso il 6,2 per cento e i bilanciati e gli obbligazionari misti che si sono rivalutati del 3,6 per cento). Quasi nulla è risultata la rivalutazione dei comparti obbligazionari puri (0,4 per cento) e dei garantiti (0,2 per cento), che hanno risentito della caduta dei corsi registrata su gran parte dei titoli obbligazionari sul finire dell'anno.

Continua pertanto il recupero delle perdite subite durante la crisi. Considerando il periodo 2008-2010 il rendimento medio netto di settore è pari al 4,8 per cento; i comparti garantiti registrano il miglior rendimento nel triennio (8,1 per cento); positivo anche il rendimento degli obbligazionari, sia misti (7,6 per cento) che puri (5 per cento) e dei bilanciati (3,6 per cento); solo i comparti azionari (-6,9 per cento) non hanno ancora recuperato le perdite subite. Il TFR nel triennio passato si è rivalutato del 7,5 per cento.

Tav. 4.18

Fondi pensione negoziali. Rendimenti pluriennali.⁽¹⁾
(valori percentuali)

Fondi/Comparti	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Fondi monocomparto⁽²⁾	4,4	8,3	3,7	1,4	-	-	-
Fondi multicomparto							
Garantito ⁽³⁾	-	-	-	-	3,1	4,6	0,2
Obbligazionario puro	2,2	2,1	2,6	2,2	1,6	2,9	0,4
Obbligazionario misto	3,9	6,9	2,7	2,1	-3,9	8,1	3,6
Bilanciato	4,9	7,9	5,6	2,4	-9,4	10,4	3,6
Azionario	5,9	14,9	8,2	1,3	-24,5	16,1	6,2
Rendimento generale	4,6	7,5	3,8	2,1	-6,3	8,5	3,0
<i>Per memoria:</i>							
Rivalutazione del TFR ⁽⁴⁾	2,5	2,6	2,4	3,1	2,7	2,0	2,6

(1) Per la metodologia di calcolo del rendimento, cfr. *Glossario*, voce "Indice di capitalizzazione".

(2) A partire dal 1° gennaio 2008 i fondi rimasti monocomparto vengono considerati insieme ai fondi multicomparto.

(3) I rendimenti dei comparti garantiti non incorporano il valore della garanzia.

(4) Al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001.

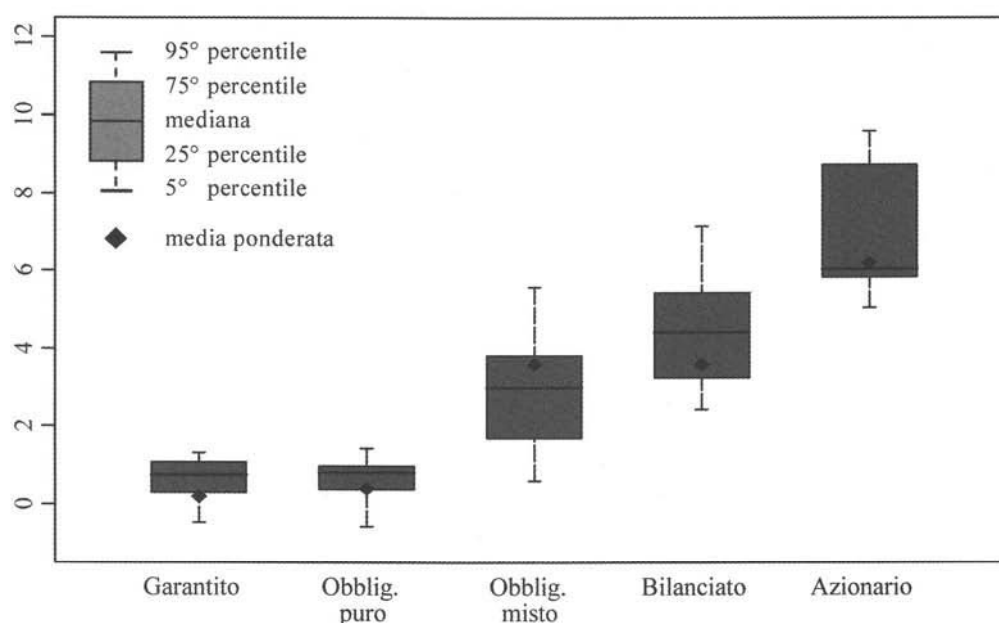
Nell'ambito dei comparti operativi durante il 2010 si osserva un aumento nella dispersione dei rendimenti in relazione a portafogli aventi un simile contenuto azionario⁴⁸.

La quasi totalità (90 per cento) dei rendimenti è compresa: per i comparti garantiti tra -0,5 e 1,3 per cento; per i comparti obbligazionari puri tra -0,6 e 1,5 per cento; per i comparti obbligazionari misti tra 0,6 e 5,6 per cento; per i comparti bilanciati tra 2,4 e 7,1 per cento e per quelli azionari tra 5,1 e 9,6 per cento.

A parità di azioni e/o di obbligazioni, i divari di rendimento osservabili sono prevalentemente imputabili alle differenze che si sono registrate lo scorso anno nel rendimento delle diverse *asset class* a seconda dell'area geografica/paese di residenza degli emittenti. Come accennato i comparti investiti prevalentemente in azioni europee hanno registrato rendimenti assai inferiori a quelli caratterizzati da un maggior contenuto di titoli azionari di paesi *extra*-UE. Questi ultimi poi, se espressi in dollari e non coperti dal rischio cambio, hanno beneficiato anche dell'incremento di valore registrato nel 2010 dalla moneta statunitense rispetto all'euro (circa il 7 per cento).

⁴⁸ Non si considera il comparto garantito di FONDOSANITÀ, non ancora operativo a fine 2010.

Tav. 4.19

Fondi pensione negoziali. Distribuzione dei rendimenti.⁽¹⁾
(anno 2010; valori percentuali)

4.4 La previdenza complementare per i dipendenti pubblici

Le forme pensionistiche destinate ai dipendenti delle amministrazioni pubbliche possono essere istituite con contratti collettivi nazionali di comparto o con contratti collettivi di ambito territoriale che hanno natura sostitutiva rispetto a quelli nazionali e vengono stipulati nelle Regioni e Province ad autonomia speciale nella cui competenza primaria rientra il trattamento giuridico ed economico del personale degli enti e delle amministrazioni a carattere locale.

L'unica iniziativa nazionale di comparto sinora concretizzatasi in un fondo pensione già operativo è rappresentata da ESPERO, che si rivolge al personale della scuola e include i lavoratori dipendenti ai quali si applica il CCNL del comparto scuola, i lavoratori delle scuole private, paritarie, legalmente riconosciute, pareggiate, parificate, autorizzate o solo private, i lavoratori degli enti di formazione professionale, i lavoratori delle accademie e dei conservatori.

Il fondo, istituito con accordo di marzo 2001, è stato costituito nel novembre 2003 e ha iniziato la raccolta delle adesioni nell'ottobre 2004.

ESPERO fa riferimento a una platea di potenziali aderenti di circa un milione e 200 mila addetti del settore. Rispetto a tale platea il fondo registra un tasso di adesione piuttosto contenuto (intorno al 7 per cento), pur essendo al sesto posto tra i fondi pensione negoziali per numerosità di iscritti. ESPERO è finanziato con i contributi del datore di lavoro e del lavoratore; il TFR dei lavoratori iscritti non entra nella disponibilità del fondo trattandosi di accantonamenti figurativi. Nel corso del 2010 sono stati raccolti 82 milioni di euro di contributi; alla fine dell'anno l'attivo netto destinato alle prestazioni è stato di circa 320 milioni di euro. Quanto alla rivalutazione del TFR, sino a luglio 2009 l'INPDAP ha applicato sugli accantonamenti figurativi un rendimento corrispondente alla media dei rendimenti netti di un paniere di fondi pensione già presenti sul mercato (individuati dal Ministro dell'economia tra quelli con maggior numero di aderenti). Da agosto 2009, con il cosiddetto "consolidamento" della gestione finanziaria, i rendimenti applicati dall'INPDAP sono gli stessi realizzati dal fondo.

Oltre a ESPERO vi sono altri fondi pensione negoziali che accolgono dipendenti pubblici, se pur non specificatamente dedicati. Ciò in virtù, come detto, delle peculiarità riconosciute alla contrattazione collettiva in determinate Regioni a statuto speciale. Si tratta di LABORFONDS (che accoglie oltre 45 mila dipendenti di amministrazioni pubbliche su un totale di 111 mila iscritti) e di FOPADIVA (che conta più di 4 mila lavoratori pubblici, quasi tutti dipendenti della regione e degli enti ad essa collegati, su un totale di 6 mila e 400 iscritti).

Vi sono inoltre alcune iniziative in corso: con accordi tra l'ARAN (in rappresentanza delle amministrazioni datori di lavoro) e le organizzazioni sindacali dei lavoratori, sono stati stipulati già da diverso tempo gli accordi per l'istituzione di altri due fondi pensione per pubblici dipendenti.

Uno di essi è rivolto ai dipendenti delle Regioni, delle autonomie locali e del Servizio Sanitario. Si tratta del fondo PERSEO, già costituito con atto pubblico nel dicembre 2010, con un bacino di potenziali aderenti di circa un milione e 250 mila lavoratori. Il concreto avvio dell'operatività del fondo rimane subordinato alla presentazione dell'istanza di autorizzazione all'esercizio da parte del fondo, alla quale potrà conseguire il rilascio dell'autorizzazione da parte della COVIP (*cfr supra paragrafo 4.1*).

Per il personale delle amministrazioni statali e degli enti pubblici non economici (stimati in circa 300 mila lavoratori) l'accordo istitutivo del fondo pensione denominato SIRIO è stato sottoscritto a ottobre 2007 ma non è ancora intervenuto l'atto costitutivo.

Si avverte l'esigenza di un'azione più incisiva delle parti istitutive, che favorisca la costituzione e l'operatività dei fondi pensione già istituiti e promuova la sottoscrizione di accordi per i comparti che residuano.

I ritardi fin qui accumulati limitano in prospettiva le possibilità dei dipendenti pubblici di conseguire adeguati livelli di copertura previdenziale. È necessario che l'impegno delle parti istitutive e dei fondi pensione interessati sia adeguatamente sostenuto anche dalle istituzioni pubbliche.

La COVIP auspica che l'istituzione dei due nuovi fondi sia sostenuta da un'adeguata campagna promozionale e informativa, volta a illustrare ai pubblici dipendenti la probabile evoluzione della propria prospettiva previdenziale e le opportunità offerte dai fondi pensione di comparto in termini di benefici fiscali, di contributi previsti dal contratto collettivo di lavoro, di rendimenti e prestazioni finali stimate.

* * *

Nell'ambito della previdenza complementare per i dipendenti pubblici si evidenziano oggettive difficoltà nell'avvio e nel consolidamento di iniziative destinate ad ampie categorie di lavoratori del settore. Insieme a motivazioni di ordine generale, riconducibili alla scarsa consapevolezza dei bisogni e delle opportunità in materia previdenziale, vi sono altri fattori a carattere più specifico che condizionano il mancato decollo della previdenza complementare nel pubblico impiego, quali:

- a) il ruolo del TFR nel finanziamento della previdenza complementare per i dipendenti pubblici e la scelta TFS-TFR;
- b) il meccanismo della gestione "virtuale";
- c) la mancata armonizzazione della disciplina della previdenza complementare tra settore privato e pubblico.

Il ruolo del TFR nel finanziamento della previdenza complementare per i dipendenti pubblici e l'opzione TFS-TFR. Fin dall'emanazione della prima normativa organica sulla previdenza complementare (Decreto lgs. 124/1993), il TFR è stato individuato come la principale componente dei flussi finanziari destinati al risparmio previdenziale. Tuttavia, al momento dell'introduzione della predetta normativa, il TFR trovava applicazione per i soli dipendenti del settore privato, mentre nel settore pubblico esisteva l'istituto del trattamento di fine servizio (TFS) con diverse denominazioni.

Il TFS segue il criterio della ripartizione: le prestazioni sono pagate utilizzando i contributi previdenziali versati nell'anno solare di riferimento per i lavoratori attivi.

Il diverso funzionamento del TFS ne impediva di fatto l'utilizzo per scopi di previdenza complementare. Interventi normativi successivi al Decreto lgs. 124/1993 hanno mirato, da una parte, a estendere l'istituto del TFR anche ai dipendenti pubblici